

信息技术 - 元器件

短期业绩下挫不改长期趋势

—水晶光电 (002273) 2012 年中报点评

2012 年 8 月 16 日

评级: 增持

市场数据		2012 年 8 月 16 日
当前价格 (元)		20.92
52 周价格区间 (元)		13.65-41.00
总市值 (百万)		2611.92
流通市值 (百万)		2159.13
总股本 (百万股)		124.85
流通股 (百万股)		103.21
日均成交额 (百万)		36.98
近一月换手 (%)		44.74%
Beta (2 年)		
第一大股东	星星集团有限公司	
公司网址	http://www.zqct.com	

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	433	560	710	890
净利润 (百万元)	122	120	142	195.8
每股收益 (元)	0.49	0.48	0.57	0.78
净利润增长率 %	29.79%	-1.64%	18.33%	37.89%
每股净资产 (元)	3.83	4.46	5.33	6.38
市盈率	42.87	43.58	36.83	26.71
市净率	5.46	4.69	3.92	3.28
EV/EBITDA	29.66	30.15	25.48	18.48

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
水晶光电	283.14	501.15	26.64%
沪深 300	-4.86%	-10.92%	-20.09%

相关报告

夏虹

执业证书号: S1030512050001

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 夏虹, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司 2012 年 8 月 15 日公布本年度中报, 公司上半年实现销售收入 2.37 亿元, 同比上涨 24%; 实现利润总额 0.53 亿元, 同比下降 26%; 实现净利润 0.44 亿元, 同比下降 27%, 每股收益 0.17 元; 营业成本达 1.46 亿, 同比上升 55%; 加权净资产收益率为 4.52%, 2011 年同期为 11.46%; 存货同比增长 19%; 应收账款 0.91 亿元, 同比上升 64%; 经营性现金净流入 0.37 亿, 同比下降 12.4%。
- **经济不景气造成公司业绩下滑:** 1、毛利率大幅度下降。主要原因推测为宏观经济萎缩和下游行业集中度提高降低公司议价能力导致产品价格的下降。2、应收账款大幅度升高, 企业现金流状况变差, 公司需要再融资。3、新产品未按预期量产对公司影响盈利, 这是因为技术、工艺不够成熟、市场状况恶化所导致。
- **公司发展存在机遇:** 1、智能终端市场爆发, 2012 年-2014 年的年均复合增长率超过 50%。2、视频监控领域攻城略地, 低通滤波器解决产能瓶颈问题后可望进入这一未来 3 年年均复合增长率超过 20% 的巨大市场。3、新产品带来希望。随经济复苏和公司技术、工艺的成熟, 蓝玻璃红外滤光片和蓝宝石基底等新产品的市场需求将产开, 为公司带来长期盈利机遇。
- **“增持”评级。**预计公司 2011 年-2014 年的 EPS 分别为 0.48、0.57、0.78 元, 目前股价对应市盈率分别为 44、37、27 倍, 鉴于公司的行业龙头地位、技术门槛高、潜在市场大的特点, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 产品良品率改善不力、原材料价格可能上涨等因素将降低毛利率; 下游需求可能因经济复苏乏力而难达预期, 导致收入下降; 再融资导致的财务费用、研发导致的管理费用等升高将降低公司利润; 技术进步迟滞可能导致产品被淘汰等。

2012 年中报概述

公司 2012 年 8 月 15 日公布本年度中报,公司上半年实现销售收入 2.37 亿元,同比上涨 24%;实现利润总额 0.53 亿元,同比下降 26%;实现净利润 0.44 亿元,同比下降 27%,每股收益 0.17 元;营业成本达 1.46 亿,同比上升 55%;加权净资产收益率为 4.52%,2011 年同期为 11.46%;存货同比增长 19%;应收账款 0.91 亿元,同比上升 64%;经营性现金净流入 0.37 亿,同比下降 12.4%。

点评

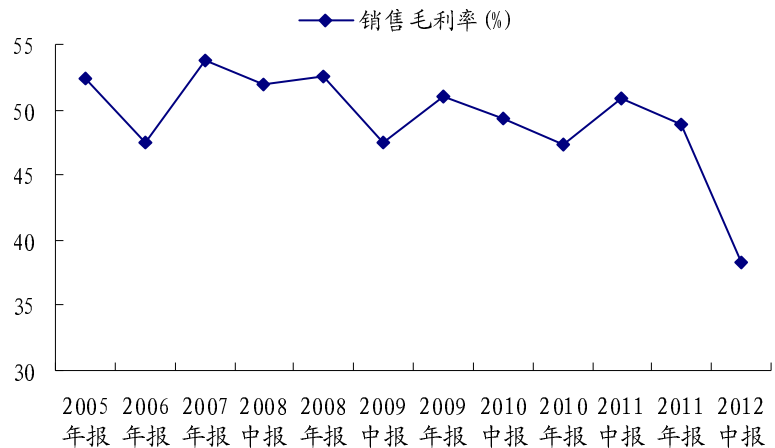
行业龙头

公司所处行业属于光学光电子行业,并位于光学光电子产业链上游,是国内专业从事精密薄膜光学及延伸产品研发、生产和销售的知名光电子器件制造企业。公司主导产品光学低通滤波器 OLPF 和红外截止滤光片 IRCF 是数码相机、可拍照手机摄像头及其它数字摄像镜头系统的核心部件,两大系列产品产销量居全球前列,是数码产业及手机通讯产业多家国际知名企业如三星、sony、柯达、苹果、HTC 等的主要配套供应商。至 2009 年,11 项产品通过省级鉴定,8 项产品填补国内空白,4 项技术达国际领先水平,5 项技术达到国际先进水平。随着智能手机在全球的迅速普及,中国也已成为全球最大的智能手机设计、生产基地,水晶光电可望以其独有的生产技术和产品在未来持续获得高额收益。

经济不景气造成公司业绩下滑

1、毛利率大幅度下降。公司的营业收入增加 24%,但是营业成本上升了 55%,毛利率大幅度降低。其原因可能在于上半年由于智能终端(包括智能手机和平板等)产品迅速推广,普及程度提高导致销量增加较快;另一方面数码相机等产品由于大幅度降价也促进了产销量的提高。作为这些产品的上游元件供应厂家,公司产品的销量也有大幅度提高。但是由于上述产品市场竞争异常激烈,价格下降幅度很大;另外,这些产品的生产越来越向少数大型、有实力的企业如苹果、三星、华为、中兴等集中,买方议价能力提高。这些因素导致公司产品不得不大幅度降价,估算降价幅度平均达到 20%,从而降低了毛利率。

Figure 1 公司历年毛利率变动情况



数据来源：同花顺、世纪证券研究所

2、应收账款大幅度升高。数据如前所述。应收账款大幅度提高的原因仍然在于公司议价能力的下降。2011年公司的企业自由现金流为-4.14亿元，企业持续发展资金压力很大。而高额的现金分红政策和大幅升高的应收账款都为公司的现金流提出了严峻的课题，在经济萎缩的背景下，2011年公司原计划募集的6.37亿实际只募集了3.3亿，继续再融资也许是公司下一步的选择。

3、新产品未按预期量产对公司盈利影响大。公司的蓝玻璃红外截止滤光片未按预期量产表明公司这个产品的市场还未打开，这主要是因为和普通红外截止滤光片10倍左右的价差使得中低端市场难以规模化使用，而高端产品市场被日本旭硝子和HOYA、以及德国的肖特所把持，他们的产品价格不断走低，压制了公司的产品市场。另外，蓝宝石基底的产量受LED行业低迷的影响，今年上半年的销售收入也不达预期。

公司发展存机遇

1、智能终端市场爆发。2011年中国智能终端的出货量达到1.1亿部，超此前历年的总和，其中智能手机出货量就超过5200万部，占全球的10%。而2012年仍将增长70%以上，即达到1.9亿部。另外，汽车摄像头、智能电视等设备逐步普及，进一步增加了市场需求。预计未来3年智能终端市场将以年均50%的复合增长率高速发展，为公司带来庞大的市场机会。

2、视频监控领域攻城略地。公司的低通滤波器一直存在产能瓶颈，之

前主要供应单反相机、数码产品等，随着产能瓶颈问题的解决，公司可以挖掘监控摄像头等领域。据 In-Stat 预计，2013 年亚太地区的监控摄像机销售将达到 2100 万套，而中国的监控市场随着“平安城市”项目的逐步推广将率先爆发，IMS 预计到 2014 年，中国的监控摄像头数目将以每年 20% 的速度递增。

3、新产品带来希望。虽然蓝玻璃滤光片、蓝宝石基底等新产品的销路受阻，究其原因还是因为宏观经济处于低谷，智能终端等数码产品也正处于激烈的行业整合过程当中。随着技术、工艺的稳定，经济逐步走出低谷，800 万像素成为中低端智能终端的标准配置，LED 照明普及程度提高，市场需求终将展开，为公司带来长期的收益。

盈利预测及评级

综合上述分析，影响公司业绩的三大因素在短期内难以消除，同时行业下游行业越来越集中的趋势不会改变只能加剧，从长期来说也不看好公司能够实现毛利率的提升。因此尽管销售额上由于市场容量的高速增长而可能实现较大幅度增长，2012 年公司的净利润也难以突破 2011 年的水平，但是 2013 年后经济复苏概率较高，上节所描述的公司发展机遇有望给公司业绩增长提速。具体预测如下表：

Figure 2 公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	332	433	560	710	890
收入同比	76.60%	30.42%	29.33%	26.79%	25.35%
归属母公司净利润	94	122	120	142	195.8
净利润同比	62.90%	29.79%	-1.64%	18.33%	37.89%
摊薄每股收益 (元)	0.38	0.49	0.48	0.57	0.78
毛利率	47.40%	48.92%	40%	38%	40%
净资产收益率 (ROE)	19.90%	12.70%	14.80%	17.10%	17.50%
市盈率 (PE)	55.64	42.87	43.58	36.83	26.71
EV/EBITDA	38.69	29.66	30.15	25.48	18.48
市净率 (PB)	11.15	5.46	4.69	3.92	3.28

数据来源：同花顺、世纪证券研究所

鉴于公司全球行业龙头的地位、竞争对手难以企及的技术门槛、以及巨大的市场潜力，给予“增持”评级。

风险提示

- 1、 技术改进效果不及预期，产品良品率没有改善，导致成本居高不下。
- 2、 下游需求可能因经济复苏乏力而难达预期，导致收入下降。
- 3、 技术进步跟不上下游产品升级，如从 800 万像素过渡到 1000 万像素以上，公司产品可能面临淘汰；而高额的研发费用又将提高公司管理费用，降低利润率。
- 4、 原材料过度依赖德国肖特公司，如果对方涨价，将导致公司原材料成本升高，降低公司利润率。
- 5、 如果企业不能如期实现股权再融资，现金流的问题可能导致公司通过债权融资，提高公司的财务费用。

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.